

## VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSOK ÉS -ÖSSZEOLVADÁSOK

A cikk első fele a vállalatfelvásárlások és fúziók elméletét mutatja be, áttekintve e piac történetét. A fúziós folyamat végére megvalósuló szervezeti integrációig vezető út minden egyes lépése módosítja, befolyásolja, meghatározza az ügylet sikerét: a cikk további része e beavatkozások néhány gyakorlati kérdését, törvényi szabályozását, számvitelét tárgyalja.

Az egyesülés (merger) során a társaságok közül legalább az egyik megszűnik. Ez végbemehet beolvadással vagy összeolvadással.

- Beolvadás esetén a beolvadó társaság jogilag megszűnik, eszközei és forrásai az átvevő társaságra mint jogutódra szállnak át, amelynek társasági formája változatlan marad, jogalanyisága nem változik.
- Összeolvadás során az egyesülő társaságok megszűnnek, vagyonuk átszáll az új jogutód társaságra. A keletkező társaság új nevet kap, új részvényeket bocsát ki.

Az egyesülések egyszerűek és olcsók abban az értelemben, hogy az egyes vagyontárgyak átruházásának jogi formái elkerülhetők. Ugyanakkor a jogutód szervezetnek a fuzionáló társaságok valamennyi kötelezettségéért felelősséget kell vállalnia. A szervezeti egységeket gyakran nehéz összevonni, a párhuzamos funkciók megszüntetése komoly konfliktusforrás lehet. Az eltérő társadalmi, gazdasági kultúrájú szervezetek nemzetközi egyesülésénél további gondok merülhetnek fel pl. a kompenzáció területén.

Nemcsak az emberi erőforrások elosztása, hanem a vállalati infrastruktúra, az információrendszerek egyesítése sem könnyű feladat. A közös funkciók, marketing, K+F, számvitel, értékesítési hálózat összevonása időben is elnyúló, nagy költségekkel járó műveletek lehetnek. A fúzió költségeit növelheti, ha bizonyos kisebbségi tulajdonosok nem kívánnak részt venni a létrejövő új

szervezetben, hiszen kérhetik részvényeik megvásárlását a vevőtől.

Felvásárlásnak (aquisition) a vállalat irányításának bizonyos mértékű megszerzését nevezzük. Ide tartoznak a részesedésszerzés és a befolyásszerzés különböző fokozatai. Ez esetben a vezetés bevonására nincs is feltétlenül szükség, sőt a két társaság közgyűlésének jóváhagyása sem szükséges. Mivel nem jön létre új jogalany, ezért cégbíróági bejegyzésre sem kerül sor. A felvásárlás költségeit itt is növelheti a kisebbségi csomag megvételére szóló ajánlat teljesítése, ellenséges felvásárlásnál az úgynevezett "méregpirulák" (ld. később) lenyelése is. Készpénzes felvásárláskor az eladást adófizetési kötelezettség terheli.

A harmadik lehetőség a kiszemelt vállalat néhány vagy összes eszközének felvásárlása. Ez akkor jellemző, amikor adott cégnek csupán egy részlegét, divízióját kívánja megszerezni a vevő. A divíziók eszközeit, illetve forrásait gyakran jogilag is külön egységben, leányvállalatban kezelik. Itt természetesen a részvények tulajdonjoga nem változik, így a részvényesek beleegyezése megkerülhető.

### Az egyesülések fajtái üzletági kapcsolódás szerint

Megkülönböztetünk horizontális és vertikális fúziókat, valamint konglomerátumokat.



Horizontális fúzióban a felvásárló és a célvállalat azonos iparágban fejt ki tevékenységét. Az érintett társaságok célja általában a méretgazdaságossági előnyök kiaknázása, pl. az igazgatási vagy a K+F funkció összehangolása. Mivel a horizontális összekapcsolódások egy adott iparágban csökkentik a versenyző vállalatok számát, könnyebben vezethetnek monopóliumhoz. Az állami ellenőrzés tehát elengedhetetlen, az ilyen tranzakciókat egy bizonyos arány felett a hatóságoknak korlátozniuk kell.

Vertikális integráción a termelési-értékelési lánc más-más szintjein álló vállalatok kapcsolódását értjük. A nyersanyagellátás biztosítása, a termelési folyamat feletti ellenőrzés megszerzése indokolhat vertikális egyesülést. Mindez megkönnyíti a koordinációt és az adminisztrációt.

Az egymástól eltérő tevékenységet folytató vállalatok között létrejövő ügylet nyomán konglomerátum alakul ki. A konglomerátumokat is tovább csoportosíthatjuk: amennyiben hasonló, illetve helyettesítő termékeket gyártó cégek kapcsolódnak össze, úgy koncentrikus egyesülésről beszélhetünk. Célja a nyersanyagelosztás megszervezése, vagy vezetői ismeretek megosztása.

Ismerünk még földrajzi, piaci terjeszkedést, ahol a kapcsolódó vállalatok piaci térben nem fedik egymást, valamint olyan tiszta konglomerátumot, ahol a tevékenységek között semmiféle hasonlóság nincs. A pénzügyi konglomerátum céljaként a diverzifikációt, a portfólió varianciájának csökkentését szokták megjelölni, amennyiben az eltérő tevékenységek hozamai nem korrelálnak teljesen. Főleg az érettség szakaszába lépett cégek választják ezt, hiszen az iparágban adódó befektetési lehetőségek csökkenésével a szabad pénzeszközöket fel kell használni.

#### A vevők fajtája szerinti csoportosítás

A vállalatok felvásárlóit céljuk szerint két csoportba sorolhatjuk: szakmai és pénzügyi befektetők. A két befektetői kör között nincs éles határvonal, a két csoport tulajdonságai sokkal inkább egy skála két végét jelölik.

#### Szakmai befektetők

A stratégiai befektető a célvállalat tágabb értelemben vett iparágába tartozik, a felvásárlás saját hosszú távú céljainak megvalósítását szolgálja. A célvállalat felhalmozódott eszközeit, szakértelmét, infrastruktúráját, piacát saját működésének bővítésére használja fel, a felvásárlás tehát növekedési utat jelent, aminek alternatívája a saját erőforrásokra támaszkodó belső növekedés.

A fentiekből adódóan a szakmai befektetők néhány sajátos szempont alapján értékelik a célvállalatokat, más a felvásárlás motivációja, a célvállalat kiválasztásának folyamata stb. A szinergiák realizálásának mihamarabbi megkezdéséhez feltétel a vevő és a célvállalat szervezetének, illetve tevékenységének gyors integrálása. Minél később kerül erre sor, a pénz időértékének törvénye szerint, annál kisebb lesz a szinergia értéke. A szervezet és a tevékenység összevonása ugyanakkor mindenképpen hosszú távra szóló döntés, hiszen az ebből származó hasznok nem folynak be egyik pillanatról a másikra.

A „stakeholder”-elmélet szerint a vállalat célja valamennyi érintett érdekének optimalizálása. A vállalat belső érintettjei a tulajdonosokon kívül az alkalmazottak és a vezetők, külső érintettjei a hitelezők, a szállítók, a vevők, a versenytársak, a hatóságok stb. A szakmai befektetőket ezért nem csak pénzügyi megfontolások vezérlik, hanem egyéb nem számszerűsíthető hasznokat is figyelembe vesznek a célvállalat kiválasztása során.<sup>1</sup> E folyamatban szempontként olyan értékek jelennek meg, mint a munkavállalók szociális, munkavégzési vagy egyéb feltételeinek javítása, a környezetbarát tevékenység stb. Egy szakmai befektető számára a tranzakció a legtöbb esetben pénzügyileg rövid távon veszteséges.

#### Pénzügyi befektetők

A nemzetközi M&A piacon az 1980-as évek óta jelentős növekedésnek indult az ún. pénzügyi befektetők tevékenysége. Pénzügyi befektetőnek tekintjük azt, aki olyan vállalatban szerez érdekeltséget, amely nem tartozik az ő tág értelemben vett iparágába. Mindazonáltal ez a definíció sem egészen pontos, hiszen vannak olyan felvásárlók, akik konglomerátum-építésüket diverzifikációs célokkal magyarázzák, és nem rendelkeznek azokkal a jól definiálható magatartásformákkal, amelyek az igazi pénzügyi befektetőkre oly jellemzőek.

Napjainkban már hazánkban is egyre nagyobb szerephez jut a jó növekedési kilátásokkal bíró, de tőkehiányban szenvedő társaságok intézményi finanszírozása. A vállalat megszületésétől egészen a hanyatlás szakaszába való eljutásáig az életgörbe bármely pontján beléphet a pénzügyi befektető, de minél korábban teszi ezt, annál magasabb a kockázat és az általa elvárt hozam is. A befektető szerepe addig tart, amíg a birtokolt vállalatot el nem adja egy újabb – akár szakmai, akár pénzügyi – befektetőnek.



A szakmai befektetőkhez hasonlóan a pénzügyi szemlélet itt is megjelenik: a pozitív nettó jelenértékű felvásárlásokat végre kell hajtani. Az alulértékelt vállalatok keresésével minél nagyobb hozam elérése a cél. Ám pénzügyi befektetők a szakmai szempontoktól eltérően más értékek kiaknázására, realizálására töreksenek.

A pénzügyi befektető azért vásárol meg egy üzletrészt, hogy később árfolyamnyereséggel értékesítse. Nem célja a célvállalat működésének, szervezetének integrációja. Befektetésének időhorizontja rövid, vagy középtávú, ezért már a felvásárláskor igen fontos szerepet kap a későbbi üzletrész-értékesítés lehetőségeinek feltárása. A vállalatból való különböző kiszálási (exit) lehetőségek rangsorolása és értékelése már a felvásárláskor megtörténik, hiszen biztonságosabb exitlehetőség magasabb felvásárlási árat jelent. Az exitlehetőségek értékelésekor segítenek a modern opcióárazási modellek (pl. Black-Scholes-Merton formula, döntési fák).

A „shareholder” elmélet szerint a vállalat működésének egyetlen célja az üzletrészek, a részvények értékének növelése. Más, a részvény árfolyamában meg nem jelenő, értékeket nem vesz figyelembe, befektetésének eredményességét kizárólag az elért hozam alapján ítéli meg.

A pénzügyi befektetők számára fontos a célvállalat feletti irányítás megszerzése: pl. akkor, ha a régi vezetés menesztésével kívánják hatékonyabbá tenni a céget. Mindazonáltal pénzügyi befektető csak ritkán szerez a célvállalatban többségi részesedést, a kockázatot ily módon inkább megosztja más vevőkkel, befektetőkkel. Portfóliójuk biztonságát így egy adott felvásárlás kudarcra kevésbé befolyásolja. Meghatározó jelentőséggel bír a célvállalat társasági formája is. A befektetés kockázatos voltából következően a részvénytársasági forma a legalkalmasabb, hiszen

- a tulajdonosok, így a pénzügyi befektető felelősége is korlátozott, ami a veszteség nagy valószínűsége miatt fontos;
- tulajdonjogot megtestesítő értékpapírt csak részvénytársaság bocsáthat ki, ami az exitnél jelentős, mivel a részvények áruba bocsátása könnyebb;
- a befektetési döntés csak megfelelő információ birtokában hozható meg; a nyilvánosan működő részvénytársaságot tájékoztatási kötelezettség terheli (éves beszámoló, gyorsjelentések).

A célvállalatok a tőkebevonás érdekében engedményeket kényszerülnek tenni: a kisebbségi részesedés számára beleszólást engednek stratégiai döntéseikbe pl. a következő eszközökkel:

- eltérő jogokat biztosító részvények;
- vétőjog;
- többséget igénylő döntések átminősítése;
- az egyszerű/minősített többségi szavazati határ megváltoztatása.

E módszerek különösen akkor kapnak nagy hangsúlyt, ha a tulajdonosok között nemcsak további pénzügyi, de jelentős befolyással bíró szakmai befektetők is vannak.

Attól függően, hogy a célvállalat életpályájának melyik pontján lép be, többféle pénzügyi befektetőt különböztethetünk meg. Minél korábban történik a felvásárlás, annál nagyobb a kockázat és az elvárt hozam. Növeli a bizonytalanságot az is, ha a pénzügyi befektetőnek nincsenek részletes ismeretei az adott iparágról. A pénzügyi befektetők köre a kockázati, illetve a fejlesztő tőkét biztosító társaságoktól a „stag” spekulációnokon át egészen a reorganizációs tőkéig terjedhet.

#### Ellenséges vagy egyetértéssel született felvásárlások

Fejlett tőkepiacokon a vállalatok irányítása és azok tulajdonlása, illetve ellenőrzése szétválhat. A tőkepiacok feladata főlegesen tőke közvetítése azok számára, akiknek szükségük van rá. Ennek egyik oldalán a befektetők állnak, akik tőkéjüket értékpapírokba fektetik a megfelelő hozam reményében. Céljuk befektetésük értékének növelése. A befektetendő tőkét pl. befektetési alapokon, nyugdíjalapokon keresztül jutattják el a piacra, így az egyéni befektetők annak felhasználásában már kevésbé vesznek részt. Ezt hivatásos portfólió-managerek, tanácsadók végzik. Az egyéni befektetők tehát az általuk tulajdonolt cégek vezetésében, ellenőrzésében aktívan nem vesznek részt.

A piac másik oldalán azok a vállalatok állnak, amelyeknek tőkére van szükségük. A cégek irányítását a vezetők, igazgatók végzik, akiknek gyakran nincs is tulajdonuk az általuk irányított vállalatban. A vállalatvezető feladata a cég tulajdonosait szolgálni azáltal, hogy a vállalatot minél értékesebbé teszik. Ezzel szemben a vezetők ezt gyakran figyelmen kívül hagyják, vagy legalábbis e szempontot a háttérbe szorítják saját céljaik érvényesítése érdekében.

A vezetői és a tulajdonosi érdekek ütközése nyomán a vállalatok működése egyre kevésbé kielégítő, így a részvények ára is csökken. Az értékpapírpiacon mint koncentrált piacok egyik fő feladata az információk teljes körű hozzáférhetőségének biztosítása. Egy hatékony piac



résztevői felismerik a rosszul irányított cégeket, amelyek így felvásárlás célpontjává válnak.

A vevő tehát azért is érdekelt lehet a felvásárlásban, mert a felvásárlással jelentős befolyást szerző tulajdonos a régi vezetés menesztésével és új kinevezésével hatékonyabbá teheti a céget, amelynek részvényei ezáltal többet fognak érni. Ahhoz, hogy az eredeti tulajdonosokat rábírják arra, hogy részesedésüktől megválnak, az aktuális piaci árnál magasabb árat kell ajánlaniuk, tehát az új vezetés által teremtett értéket a vevő megosztja az eladókkal. Ebben az értelemben mind az eladók, mind a vásárlók jól járnak, új értékhez jutnak.

Ellenséges felvásárláson azt értjük, amikor a vállalatot a vezetés beleegyezése, illetve esetleg tudta nélkül új tulajdonos szerzi meg. Az ehhez hasonló tranzakciók természetesen ütköznek a menedzsment érdekeivel, amelynek tagjai így megpróbálják ezt megakadályozni. Az olyan vállalatvezető is érdekelt lehet ennek megakadályozásában, aki a cégérték növelésén fáradozik, ha meggyőződése szerint a tulajdonosváltás egy nagyobb, lehetséges jövőbeni értéknövekedéstől fosztja meg a mostani részvényeseket, illetve az új tulajdonos érdeke pl. részleg bezárása, munkavállalók elbocsátása.

#### Finanszírozási módok

A vállalatfelvásárlások belső vagy külső forrásból finanszírozhatók. Az esetek többségében nem áll rendelkezésre a tranzakció lebonyolításához szükséges pénzeszköz. Ma már a pénz- és tőkepiacok, illetve a felvásárlások infrastruktúrájának fejlettsége megteremti a lehetőséget a pénzeszközökhöz való bőséges hozzáféréshez.

Amennyiben új források bevonására van szükség, a tőkeszerkezet hierarchia-elmélete szerint a vállalatok előnyben részesítik a belső finanszírozást a külsővel szemben, míg a választásos elmélet inkább hitelek felvételét preferálja: a vállalatnak addig kell eladósodnia, amíg az adómegtakarítás jelenértékének növekedése ellensúlyozza a pénzügyi nehézségek jelenértékének növekedését. Empirikus adatok tanúsága szerint valóban a legolcsóbb forrás az osztalékként ki nem fizetett pénzfelesleg, ezután következik a kötvények kibocsátása, majd végül a legdrágább a pótlólagos saját tőke bevonása részvények kibocsátásával.

Hitelből történő kivásárlásnál a kamatok és a tőke törlesztése adózás előtti eredményből történik, ellentétben az adózott eredményből származó belső forrással. Így a hitel egy bizonyos határig – ahogyan a választásos elmélet állítja – tényleg olcsóbb lehet.

A pénzügyi instrumentumok fejlettsége miatt joggal várják el a célvállalat tulajdonosai is, hogy tulajdonrészük ellenértékét készpénzben kapják meg. A felvásárlók elriasztását célzó védekezési technikák, pl. a hitelből történő kivásárlások (LBO, Leveraged Byout), illetve a vezetői kivásárlások (MBO, Management Byout) pénzigénye azonban egyre növekszik.

Az egyik olyan pénzügyi eszköz, amely nagy szerepet játszott a hitelből történő kivásárlásoknál, az ún. „bóvli kötvény” (junk bond). Ezen papírok magas hozamú, de nagy kockázatú kötvények, s „befektetésre nem ajánlott”, vagyis spekulációs besorolásúak. 1977-ben jelentek meg az Egyesült Államokban azok a bóvli kötvények, amelyek már forgalomba kerülésükkor sem érték el a befektetési fokozatot. Hamarosan a Drexel Burnham Lambert cég vált vezetővé a bóvli papírok piacán. Az 1997-es 1,1 százalékról 1985-re majdnem húsz százalékra nőtt a bóvli kötvények részaránya az összes nyilvános kibocsátású kötvények között. A Fed 1984-es felmérése szerint a forgalomban lévő bóvli kötvények több, mint 40 százaléka volt kapcsolatban vállalat-felvásárlásokkal.<sup>2</sup>

A bóvli kötvények azonban mégsem váltották be a hozzájuk fűződő reményeket: az 1977 és 1988 között kibocsátott papírok egyharmada a nyolcvanas évek végére fizetéseképtelenné vált, további egyharmadukat pedig visszavásárolták, ezzel menekülve meg a magas kamatok elől.<sup>3</sup> A bóvli papírok virágzásának végére a Drexel vezetőjének büntetőpere tette a pontot.

A hitelből történő felvásárlások kétségtelen előnye, hogy a vállalatokat, alkalmazottakat az adósságszolgálat hatékonyabb munkára ösztönözheti, elriaszthatja fölös pénzeszközök tartásától, illetve negatív jelenértékű tervek megvalósításától. Azontúl azonban, hogy a bóvli kötvények költséges tőkebevonási lehetőséget jelentenek, pl. a vezetői kivásárlások esetében, csupán a rövid távú meggazdagodás reményével, inkább kivették a pénzt a kivásárolt vállalatokból.

Nem készpénzből történő kivásárlásra akkor kerül sor, ha a konstrukció mindkét fél számára előnyös pl. a kedvezőbb adózási lehetőségek kihasználása, vagy a számviteli részvénycserés kivásárlás miatt. Néhány iparágban – pl. a pénzintézeteknél törvényileg előírt tőkekövetelményeknek kell eleget tenni. A banküzem biztonsága érdekében a bankok szavatoló tőkéjének – aminek része a saját tőke is – el kell érnie a korrigált mérlegfőösszeg nyolc százalékát, ezért a felvásárláshoz szükséges tőkét már nem tudják idegen forrásként bevonni. Azok a vállalatok, amelyek már csak adósminősítési



besorolásuk romlásával tudnának hitelhez jutni, érhetően szintén a saját tőke bevonását fogják választani.

## Történeti áttekintés

A század elején a horizontális felvásárlások és összeolvadások jellemezték a piacot. Az Egyesült Államokban az első nagy fúziós hullám az 1883-as válság befejeződése nyomán bontakozott ki, és csúcsát a századfordulón érte el a United States Steel Corporation megalakulásával. A fellendülésnek az 1904-es recesszió és az USA Legfelsőbb Bíróságának a Northern Securities ügyében hozott döntése vetett véget. A XIX. század végi ipari, technikai és infrastrukturális fellendülés szolgáltatta az alapot több ezer cég eltűnéséhez, csak hogy monopólium alakulhasson ki egy-egy iparágban.

Az első világháború és a nagy világválság közötti időszakban mintegy 12 ezer vállalat tűnt el, de már nem monopóliumok születtek, hanem főleg oligopóliumok. Nagyobb arányban keletkeztek vertikális és diverzifikációs célzatú egyesülések, 1926 és 1930 között a fúziók – eszközértékük alapján – 47 százaléka szolgálta a termelési folyamat kibővítését vagy a vertikális integrációt.<sup>4</sup>

A harmadik hullám a második világháborút követően indult meg és a hatvanas évek végén tetőzött. Ezen időszakot konglomerátumok kialakulása jellemezte, vagyis egymástól teljesen eltérő tevékenységű társaságok találtak egymásra. A hatvanas évek egyesüléseinek csaknem 80 százaléka bírt ilyen jellemzőkkel.<sup>5</sup> A konglomerátumok létrehozásának fő célja ebben az időben afféle pénzügyi varázslás volt, hiszen ekkor még csak kialakulóban voltak a napjainkban is használt tőkepiaci elméletek: tényleges hatékonyságnövekedés elérése nélkül próbálták emelni az egy részvényre jutó eredményt (EPS) azáltal, hogy alacsony árfolyam/eredmény hányadosú (P/E) vállalatokat olvasztottak be. Például:

Adott két vállalat: A és B. Mindkettőnek 200-200 ezer darab részvénye van forgalomban, évi nyereségük 2-2 millió dollár, ami azt jelenti, hogy mindkettő EPS mutatója 10 dollár. Az A vállalat részvényeinek árfolyama 150 dollár, tehát a papír P/E rátája 15. A B papír esetében  $P=100$ ,  $P/E=10$ . Tegyük fel, hogy a két társaság összeolvad, B tulajdonosai pedig öt B részvény helyett kapnak négy A részvényt, tehát 500 dollár piaci értékű papír helyébe 600 dollár értékűt. A létrejött AB vállalatnak ekkor 360 ezer részvénye lesz forgalomban, míg nyeresége 4 millió

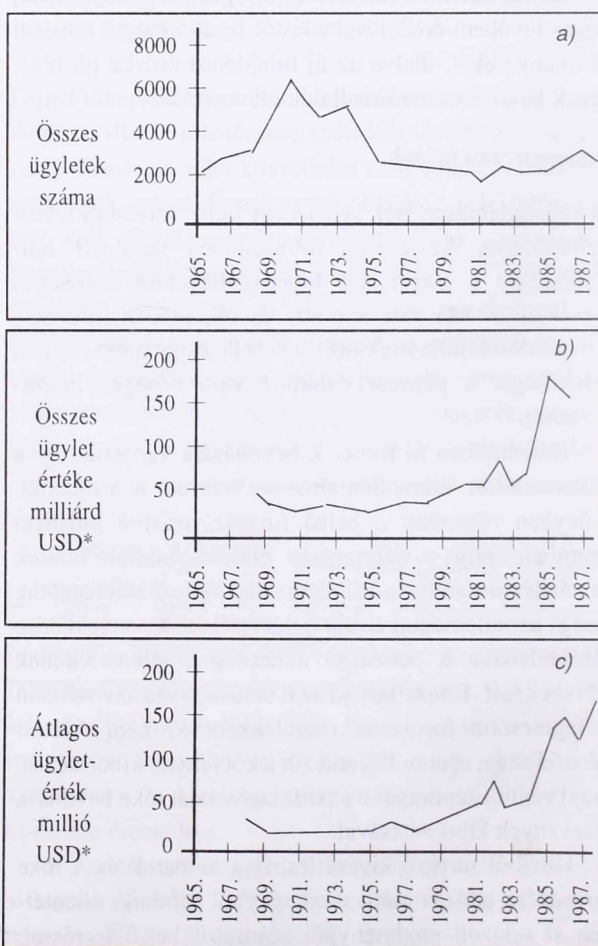
dollár. Az AB vállalat EPS mutatója máris 11,11 dollár.<sup>6</sup>

Természetesen nem keletkezett új érték, a konglomerátumban szinergiahatások nem jelentkeznek. Csupán az történt, hogy a piac továbbra is az eredeti P/E rátával értékelte a konglomerátum papírjait. Ez a bűvészkedés a Wall Streeten több éven keresztül működött, de a hatvanas évek végétől a hasonló egyesülések már jelentős veszteségeket szenvedtek el. [1. ábra, a), b), c)]

A hetvenes évek elején a felvásárlási láz az olajválságok nyomán alábbhagyott. Több iparágban a szerkezetátalakítás jegyében, a fellépő negatív szinergiák miatt inkább vállalatstétválások mentek végbe. Az évtized második felére az iparágak koncentrációjának felgyorsulása volt jellemző, számos sikeres iparágban (pl. fa-

1. ábra

A vállalatfelvásárlások és egyesülések száma és értéke az Egyesült Államokban<sup>7</sup>



\* Csak azon ügyletek alapján, amelyek esetében a vételár nyilvános.



vagy dohányipar) a keletkezett pénzfeleslegeket már csak vállalat-felvásárlásba tudták kedvezően befektetni.

A nyolcvanas években egyre több összeolvadást motiváltak pénzügyi indokok. Megnőtt az ellenséges felvásárlások és a hitelből történt kivásárlások aránya.<sup>8</sup> 1985-től hirtelen ismét megugrott a fúziók száma az Egyesült Államokban. Három év alatt az 1 milliárd dollár feletti ügyletek száma megkétszereződött, pl. 1988-ban az ilyen tranzakciók összértéke elérte a 137 milliárd dollárt.<sup>9</sup> Mindezt elősegítették a pénzügyi, szállítmányozási és elektronikus média ágazatok deregulációi. Folytatódott a hetvenes években megkezdődött dekonglomeráció.

A világ többi nagy gazdasági térségével (Távol-Kelet, Európa) összevetve az Egyesült Államok tőkepiaca a legfejlettebb abból a szempontból, hogy itt a legmagasabb a tőzsdei kapitalizáció, a vállalatok tőzsdei jelenléte sokkal általánosabb. Az amerikai cégek elaprózott tulajdonosi struktúrája sokkal jobban kedvező a felvásárlások és összeolvadások piacának, mint a japán nagyvállalati keresztulajdonlások.

A kilencvenes évek elejére az M&A tevékenység az általános gazdasági visszaesés miatt lelassult, annál is inkább, mivel a '80-as évek egyesülései nem váltották be a hozzájuk fűzött reményeket. Az évtized derekán ismét kibontakozó fúziós hullámot a globalizáció kihívásai váltották ki. A világkereskedelem szabályozásának liberalizációja új piacokat nyitott meg, az európai tőkepiacok fejlődése pedig egyre több nyugat-európai társaság belépését teszi lehetővé az M&A piacra. Az EU megalakulása elősegítette, majd az EMU felállítása nyíltan zászlajára tűzte a versenyt az amerikai gazdasággal.

1993-ban az M&A ügyletek összértéke világszerte 500 milliárd dollárt tett ki, ez 1999-re felkúszott 3430 milliárd dollárra, amiből az Egyesült Államok 1750 milliárddal részesedett. Európa 1200 milliárd dollár felett teljesített, ami az 1997-es értéknek több, mint kétszerese!<sup>10</sup> A telekommunikáció és az informatika rohamos fejlődése egész iparágak integrációját indíthatja meg. A világ eddigi legnagyobb fúziója is ezen a területen született. A Vodafone és a Mannesmann frigye pedig az eddigi legnagyobb nemzetközi (cross-border) ügylet. (1. táblázat) Az év eleji Glaxo-SmithKline frigy a gyógyszeripar alapos átrendeződését vetíti előre, a rohamosan fejlődő géntechnológia beláthatatlan távlatokat nyit új gyógyszerek kifejlesztésében.

Magyarországon a rendszerváltozás óta az állam lépett fel az M&A piac legjelentősebb szereplőjeként az eladói oldalon. Az 1995-ös Bokros csomag, és az azt

követő '96-os tőkepiaci fellendülés következtében folyamatosan növekszik a felvásárlási céllal beáramló külföldi tőke. Érdekes, hogy az ázsiai és az orosz pénz-

1. táblázat

#### A három eddigi legnagyobb fúzió

Vevő	Célpont	Ügyletérték milliárd USD
America Online	Time Warner	183,7
Vodafone AirTouch	Mannesmann	142,2
MCI WorldCom	Sprint	128,9

ügyi válság – ellentétben a tőzsdén okozott jelentős ingadozással – a felvásárlások piacára nem volt jelentős hatással, amit a hazánkba befektetők hosszú távú bizalma magyarázhat. A magyar fúziók piacán (a privatizációs ügyleteket nem beleértve) az átlagos tranzakcióérték 1997-ben 17 millió, '98-ban 19 millió dollár, bár ezen adatok használatakor figyelembe kell vennünk, hogy az ügyletértéket csupán az esetek 25-30 százalékában teszik közzé.<sup>12</sup> A legaktívabb szektor a nehéz- és könnyűipar, az élelmiszeripar és a banki, illetve pénzügyi szolgáltatások területe.

Látható, hogy a vállalatfelvásárlási hullámok nem mindig igazodnak a gazdasági ciklusokhoz, tehát azok nem lehetnek kizárólagos motorjai. Az M&A piac fellendülését mindig elősegítette valamilyen egyedi ok is. A vállalatfelvásárlások okainak megértéséhez át kell látnunk a folyamat szereplőit, azok érdekeit, a felvásárlások menetét.

#### A felvásárlási és összeolvadási folyamat szereplői és lépései

A felvásárlás tárgyát képező vállalatot, vagy annak egy részét célvállalatnak nevezzük. Nemcsak egy konkrét ajánlatban szereplő társaságot, hanem a lehetséges, jövőbeni ügyletek tárgyát is célvállalatnak tekinthetjük. Azok a cégek, amelyek tevékenységükkel szándékosan vagy akaratlanul felhívják magukra a potenciális vevők figyelmét, felvásárlás céljává válhatnak. A célvállalatot eladó fél lehet pénzügyi befektető, aki már további értéknövekedést nem tud elérni, de lehet bárki, aki pénzhányból, vagy vélt kedvező eladási feltételek miatt ad túl részesedésén. Fontos eladó lehet az állam, aki privatizációs bevételek reményében, vagy iparfejlesztési, versenypolitikai megfontolásokból lép fel.

Az ügylet másik oldalán a felvásárló céget, befektetői csoportot látjuk, amely felléphet ellenségesen, de a



célvállalattal egyeztetve is. Sokszor az adott vállalat vezetése kívánja megszerezni az általa irányított társaság feletti tulajdonjogot. Az M&A ügyletek további fontos szereplői a szponzorok, akik a tranzakció finanszírozásában vesznek részt. A felvásárlásokhoz az esetek tekintélyes részében nincs meg a megfelelő belső forrás, így további tőke bevonása nélkülözhetetlen. A felvásárló kibocsáthat részvényeket, de fordulhat hitelezőkhöz is. Ehhez immár a legkülönbözőbb pénzügyi eszközök állnak rendelkezésre.

A tranzakciók lebonyolításában jelentős munkát végeznek a különféle területeken működő tanácsadók. Mivel az ügyletek igen nagy része kapcsolatba kerül a pénz-, illetve tőkepiacokkal, megkerülhetetlen a pénzügyi szakemberek, befektetési vállalkozások megbízása, akárcsak hazánkban, ahol a részvénytársaságok felvásárlásának szervezése kiegészítő befektetési szolgáltatási tevékenység. A tranzakcióhoz kapcsolódó szerződések elkészítése, a társaságok, illetve a befektetők jogainak és kötelezettségeinek dokumentálása a jogi tanácsadók, ügyvédek feladata. Olyan jogi konstrukciókat dolgoznak ki, amelyek nem ütköznek a tisztességtelen piaci magatartást tiltó előírásokkal, és amelyet a vállalat vezetőin és tulajdonosain kívül mind a cégbíró, mind a versenyhivatal elfogad.

Az előkészítés folyamán elkészülnek az iparági elemzések, a finanszírozási igény, a befektetési projektek azonosítása. Felmérik a piacra, versenyre mért hatásokat. A könyvvizsgálók végzik az ügylet számviteli rögzítését, de felelőségük nagyobb olyan ügyletnél, amelynek érintettje nyilvános társaság, vagy ahol a befektetői kör lényegesen növekszik. A társaság, illetve a menedzsment felkészülését segítik a speciális területek szakértői, pl. környezetvédelmi kérdésekben. A társaságok infrastruktúrájának, tárgyi eszközeinek összevonását, a műszaki berendezések és az információs rendszerek összehangolását műszaki szakemberek végzik.

Ma már a felvásárlások és egyesülések társadalmi, szakmai megítélése kulcskérdéssé vált. Az összes érintett meggyőzése az ügylet jelentőségéről a PR tanácsadók feladata. A tulajdonosokkal és hitelezőkkel való tárgyaláson túl meg kell győzniük az adott vállalat üzleti partnereit, a fogyasztókat, a szállítókat stb.

Egy sikeres ügyletet tehát sokrétű előkészítő munka előz meg. A folyamat teljes ideje alatt a felvásárlási szándékot titokban kell tartani, hiszen ellenkező esetben a piaci ár úgy felszökhet, hogy megakadályozhatja a tranzakciót. Ahhoz, hogy egyáltalán körvonalazódjon egy felvásárlás, illetve egyesülés igénye, a vállalatvezetőnek

ismernie kell a vállalat értékét, tisztában kell lennie annak értékteremtő képességeivel, piaci adottságaival stb.

Az értéknövelő lehetőségek azonosítása után következhet a felvásárlási igények definiálása, majd az ennek megfelelő lehetséges célvállalatok felkutatása és rangsorolása. Ebben a szakaszban a jelöltek nagy száma miatt csak előzetes értékelésre kerülhet sor. A részletes vállalatértékelések csak a célvállalatok körének szűkítése után kezdődnek a már említett szakértői gárda bevonásával. E folyamatban külön meg kell határozni a vállalatérték valamennyi összetevőjét, változatlan működés esetén az alapértéket, a szinergiák értékét, és persze a felár mértékét. Elkészítik az átszervezési tervet, megkeresik a legalkalmasabb finanszírozási formákat.

A következő lépés a tárgyalás, amelynek során a felek már tisztában vannak egymás eltérő értékítéletével, továbbá az ajánlattevők által kínált vételárakkal, és az azok révén realizálható szinergiákkal. A tárgyalási szakaszban a legjobb ajánlattevő és az eladó alkupozícójuknak megfelelően megegyeznek a felár mértékéről. A legjobb vevő abban a szerencsés helyzetben van, hogy mindössze egyetlen dollárral kell a második fölé ígérnie, függetlenül az általa elérhető szinergia mértékétől.<sup>13</sup>

A folyamat akkor fejeződik be, amikor a két szervezet a terveknek megfelelően integrálódott, s a kívánt szinergiákat kihasználták. Az összeolvadások egyik legkritikusabb pontja a közös funkciók megszüntetése, amely esetenként a legnagyobb ellenállásba ütközhet (pl. alkalmazottak elbocsátása).

### A cél- és felvásárló vállalat értéke

A vállalatfelvásárlások és -összeolvadások fontos mozanata a résztvevő vállalatok értékének meghatározása. Ha egy vállalatért többet fizetnek a kelleténél, akkor megvan az esély arra, hogy a vevő piaci értéke csökken, vagy esetleg maga is felvásárlás áldozatává váljon. Mindazonáltal a vállalatértékelés nemcsak felvásárlásoknál lehet hasznos, de segít nyomon követni a vállalat működésének hatékonyságát is. A jó vállalatvezető mindig tisztán látja az általa irányított cég értékét. A vállalat értékének figyelemmel kísérése során fontos jelzéseket kaphat arra vonatkozóan, mely területeken kell növelni a hatékonyságot, illetve e tevékenység segíthet megelőzni, hogy a társaság ellenséges felvásárlás tárgyává váljon.

A vállalatértékelés nem egzakt tudomány abból a szempontból, hogy nem tud határozott választ adni arra a kérdésre, mennyi egy adott vállalat értéke. Objektív vál-



latatérték nem létezik. Az értékre nagyon sok tényező hat: azontúl, hogy időben állandóan változik, a legfontosabb annak megállapítása, kinek készül az érték-meghatározás, kinél fog jelentkezni a keletkezett érték. Adott cég értéke más és más lehet a vevő és az eladó számára. Joggal merül fel a kérdés: a tőzsdén jegyzett részvények árfolyama miért nem tükrözi pontosan a vállalat értékét? Csak részben mutatja ezen értéket, hiszen adott árfolyamon nem lehetne felvásárolni egy egész céget: ahogy egyre kevesebb papír marad a piacon, a kereslet növekedésével általában emelkedik az árfolyam is. A tőzsdén nem jegyzett vállalat értékeléséhez nem áll rendelkezésre olyan kiindulópont, mint a részvények napi árfolyama. Ilyenkor a vállalatértékelőtől azt várják el, hogy meghatározza a cég valós értékét.

A vállalatfelvásárlások sikerének vizsgálatakor a legkézenfekvőbb azt megnézni, hogyan befolyásolta az ügylet a vevő és a célvállalat együttes piaci értékét. Általában akkor mondhatunk egy felvásárlást sikeresnek, ha mind a vevő, mind az eladó többletértékhez jut: a részvények árfolyama az ügylet nyomán emelkedik, és ezen értéknövekedést a vevő megosztja az eladóval. Akkor beszélhetünk többletértékről, ha a résztvevő felek nagyobb mennyiségű értékhez jutnak a tranzakció által, mint amennyit befektettek.<sup>14</sup> Egy felvásárlás akkor sikeres, ha a többletérték pozitív:

$$\text{Nettó többletérték} = \text{összes kapott érték} - \text{összes befektetett érték}$$

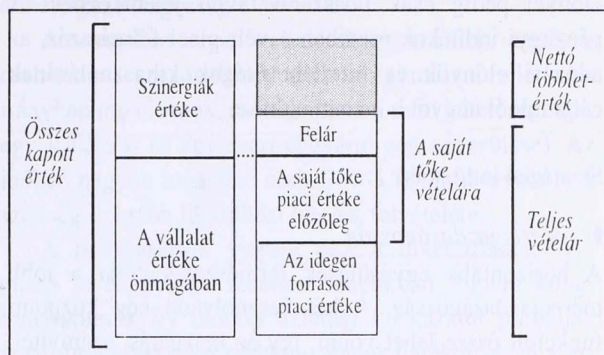
Az összes kapott érték továbbosztható alapértékre (a vállalat önmagában vett belső értéke felvásárlás nélkül), továbbá a vevő által remélt összes haszonra, a szinergiahatások értékére. A teljes vételár az aktuális piaci árfolyam és a vállalat irányításáért fizetett prémium összege:

$$\text{Összes kapott érték} = \text{a vállalat értéke önmagában} + \text{a szinergiahatások értéke}$$

$$\text{Teljes vételár} = \text{piaci érték} + \text{felár}$$

Amint a 2. ábrán is látható, az önmagában továbbműködő vállalat értéke az eladó által megkövetelhető minimális ár, és szinergiákkal bővített értéke – a maximális ár, amit a vevő még hajlandó megfizetni – között van. A végső vételár a kettő között alakul ki. A vevő az általa realizálható szinergia értékét megosztja az eladóval, a vételárban szereplő prémium nagysága a tárgyaló felek alkujától függ.

Hatékonyan működő piacon természetesen minden vevő próbál olyan célvállalatot találni, amellyel a legmagasabb szinergiaértéket tudja elérni, ugyanígy az eladók

Az érték összetevői<sup>15</sup>

is a legmagasabb prémiumot ígérő vevők felkutatásában érdekeltek. A megfelelő partner megtalálása rendkívül körültekintő piaci elemzést igényel. Adott célvállalat felvásárlásáért folyó versenyben a többi versenytárs számára realizálható szinergiákat is fel kell térképezni: univerzális szinergiáról beszélünk, ha az minden felvásárló számára elérhető. A verseny miatt feltehetően ebben az esetben lesz a vételárhoz viszonyított prémium aránya. Ez az arány mérséklődik, ha a szinergiák csak néhány felvásárló számára kiaknázzhatók, pl. az azonos iparágban működő cégek esetében. Az egyedi szinergia csak egy adott vevő által kihasználható érték.<sup>16</sup>

Sajnos a gyakorlatban sokszor találkozhatunk sikertelen tranzakciókkal. Jó példa erre az, amikor az Eastman Kodak 1988-ban felvásárolta a Sterling Drug társaságot.<sup>17</sup> A Sterling vételára 5,1 milliárd dollár, ami 70 százalékos prémiumot jelentett a 3 milliárdos piaci érték felett (30 nappal az ügylet bejelentése előtt). A bejelentés utáni napokban a Kodak értékéből 2,2 milliárd dollárt veszített, ami az összes piaci érték 15 százaléka volt. A 2,2 milliárdos veszteség még a fizetett prémiumnál is nagyobb volt. A piac egyértelműen jelezte rosszallását az ügylet kapcsán.

## Motivációk

A vállalatérték összetevőinek vizsgálatakor hivatkoztunk az úgynevezett szinergiahatásokra (2. táblázat). Természetesen, mint minden gazdasági tevékenységtől, a vállalatfelvásárlásoktól, illetve összeolvadásoktól is hasznot várnak, a szinergiák kihasználását remélik: amennyiben két vállalatot összerakunk, a kapott érték magasabb lesz, mint külön-külön a részek értékének összege.

A motivációkat két nagy csoportba sorolhatjuk: stratégiai és pénzügyi okok. A stratégiai motívumok,



mint az elnevezés is mutatja, a vevő vállalat stratégiájának megvalósításában játszanak főszerepet, az ügylet előnyei pedig csak hosszabb távon jelentkeznek. A pénzügyi indítékok esetében a vélt piaci félrearázás, az adózási előnyök és hitellehetőségek kihasználásának célja minél nagyobb hozam elérése.

### Stratégiai indítékok

#### ◆ Méretgazdaságosság

A horizontális egyesülések természetes célja a jobb méretgazdaságosság. A két összeolvadó cég központi funkcióit össze lehet vonni, így az igazgatás, számvitel,

2. táblázat

Egyesülések lehetséges szinergiahatásai<sup>18</sup>

Terület	Szinergiaforrások
Termelés	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Méretgazdaságosság</li> <li>• Hozzáférés új technológiához</li> <li>• Ellátási gondok kiküszöbölése</li> <li>• Jobb kapacitáskihasználás</li> </ul>
Marketing, értékesítés	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Méretgazdaságosság</li> <li>• Új piacok megszerzése</li> <li>• Értékesítési hálózat megszerzése</li> <li>• Magasabb piaci részesedés, befolyás</li> </ul>
Pénzügyek	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Adózási kedvezmények kihasználása</li> <li>• Hitellehetőségek jobb kiaknázása</li> <li>• Csődvészély csökkentése</li> <li>• Főlős pénzeszközök</li> </ul>
Szakértelem	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vezetői ismeretek megszerzése</li> <li>• Képzett munkaerő</li> <li>• K+F összevonása</li> </ul>

marketing, K+F területén jelentős kiadások takaríthatók meg. A fix költségek relatív csökkenése konglomerátumoknál is megjelenhet. A nagyobb vállalat jobb alkupozícióból tárgyalhat szállítókkal és vevőkkel, továbbá a hitelezőkkel is. A méret növekedésével javulhat a hatékonyság is, hiszen az optimális kapacitáskihasználtság csak így érhető el.

#### ◆ Komplementer erőforrások kihasználása

Sok kisebb cég kapacitás vagy értékesítési hálózat híján képtelen növelni eladásait, ugyanakkor stabil és kizárólagos beszállítója egy nagyvállalatnak. Ilyenkor a két vállalat egyesülésével és a kiegészítő erőforrások összevonása révén mindkét fél számára előnyös szimbiózis

jöhet létre: a nagyvállalat biztosítja alapanyag-ellátását, a kisebb vállalat előtt pedig megnyílik a növekedés útja. A komplementer erőforrások közé sorolhatjuk az emberi erőforrásokat is: a nagyvállalatokban felhalmozódó vezetői ismereteket kicserélik kisebb cégek technológiai „know-how”-jával.

#### ◆ Piaci terjeszkedés

Számos felvásárlási tranzakció célja nem a célvállalat eszközeinek megvétele, hanem kizárólag a piac feletti ellenőrzés megszerzése. Hazánkban főleg a rendszerváltás idején volt megfigyelhető, hogy nyugati vállalatok kizárólag a piaci részesedés megszerzéséért vásároltak fel egy-egy veszteséges vállalatot. Ez további hasonló ügyleteket indukálhat, hiszen a konkurensok érdeke lépést tartani a terjeszkedéssel.

A vállalatok piaci pozíciójuk erősödésével a monopóliumok kialakítása felé mozdulhatnak el. Ugyanakkor empirikus bizonyítékok nem támasztják alá, hogy a versenytársak árfolyamai reagáltak volna két azonos iparágban tevékenykedő vállalat egyesülésére.<sup>19</sup>

#### ◆ Határon túli (cross boarder) ügyletek

Egy másik országban bejegyzett és működő vállalat felvásárlása további adózási előnyökkel járhat, ha az adott országban jóval alacsonyabbak az adókulcsok, pl. off-shore cégek esetében. Fontos ösztönző a termelési tényezők (munkaerő, tőke) és a nyersanyagok alacsonyabb ára. A helyi termelés révén az importkorlátok és a vámfizetés kikerülésével, az árfolyamkockázat csökkentésével további költségek takaríthatók meg. Egy gazdaságilag stabilabb országban történő felvásárlás az egész vállalat kockázatát csökkentheti. Azokban az iparágakban, ahol a vevőkkel, ügyfelekkel kialakított kapcsolat bizalmi viszonyon alapul (pl. bankok), hosszú távú érdekek diktálják, hogy a vállalat kövesse ügyfeleit a külföldi piacokon.

### Pénzügyi okok

#### ◇ Alulértékeltség

Az alulértékeltség relatív fogalom. A tőkepiaci árfolyamok modelljéből (CAPM) kiindulva akkor tekinthetünk egy vállalatot alulértékeltnek, amikor részvényei az értékpapírpiaci egyenes felett helyezkednek el, vagyis a papír  $\beta$ -jához tartozó hozamnál magasabb hozamot ígér. Ez hatékony piacon nem fordulhat elő, azonban tudjuk, hogy a gyakorlatban a piacok közel sem hatékonyak.



A piaci értékítélétől eltérő vélemény legfeljebb közepesen hatékony piacon és aszimmetrikus informáltság esetén alakulhat ki, vagyis ha az adott vállalatról nem publikus információval rendelkezünk. Előfordulhat, hogy a cég felszámolási értéke, vagy eszközeinek újrabeszerzési értéke magasabb, mint piaci árfolyama. Alulértékeltségét okozhatja a vállalatvezetésről kiszivárgott információ vagy egy alapos iparági elemzés, melyből kiderül, hogy a cég működése az irányítás miatt nem hatékony.

#### ◇ Adózási előnyök

Vállalatfelvásárlásnál az adózási szabályokat többféleképpen is ki lehet kerülni. Vesztéséges vállalat megszerzése esetén az immár egységes éves beszámolóban szereplő eredmény is csökkenthető. Azokban a számviteli rendszerekben, ahol mód van a halasztott adófizetésre, további lehetőségek nyílnak a nyereségek eltüntetésére. A másik bevett módszer alapján a megszerzett társaság eszközeit a vevő magasabb értéken aktiválja – bár ez önmagában adóköteles, mégis a nagyobb értékcsökkenési leírás apasztja az adóalapot. Különösen inflatorikus környezetben igaz ez.

#### ◇ Főös pénzeszközök kihasználása

Egy érett iparágban tevékenykedő vállalat gyakran rendelkezik főös pénzeszközökkel; amennyiben az iparág telített, nincsenek további nyereséges befektetési lehetőségek. Felhasználatlan pénzeszközök halmozódhatnak fel kiemelkedően nyereséges év után is. Ilyen esetben a vállalat megteheti, hogy osztalék formájában kifizeti e pénzeket, vagy részvényeket vásárol vissza belőle. Ez azonban ellenkezik a vállalatvezetők személyes ambícióival, akik presztízisokból minél nagyobb vállalatot akarnak irányítani, mivel így kisebb a leváltásuk esélye. Egy felvásárlást indokolhat kizárólag a célvállaltban felhalmozódott pénzalapok megszerzése is. Ugyanakkor a konglomerátumok keletkezésének egyik fő hajtóereje e pénzeszközök elköltése, a felvásárlási céllá válás elkerülése. Ezért gyakran lehetünk tanúi vesztéséges felvásárlásoknak is. Azokban az államokban, ahol az ellenséges felvásárlások a törvényi korlátozások miatt nehezebbek, kimutathatóan megnő a vállalatok készpénzállománya.<sup>20</sup>

#### ◇ Csőd lehetőségének csökkentése

A felvásárlásokat gyakran az olcsó erőforrásokhoz való hozzájutás motiválja. A felhalmozódott pénzeszközökön túl ilyen lehet a célvállalat rendelkezésére álló, esetlegesen le nem hívott hitelkeret. Nagy kutatási igényű, pl.

technológiai cég egy „fejős tehén” megvásárlásával enyhíthet finanszírozási gondjain. Mindez persze összefügg a méretgazdaságosság előnyeivel.

Amennyiben olyan vállalatok egyesülnek, amelyek cash-flow-i szezonálisan, illetve egymással ellentétes irányban ingadoznak, csökkenthető a csőd lehetősége (pl. egy jégkrém- és egy esernyőgyártó cég egyesülése). Az időben nagyon ingadozó cash-flow-k kisimításával nincs szükség drágább likviditási hitelek felvételére.

A felvásárlások vitatott oka a diverzifikáció. Az eltérő tevékenységű részeket magukban foglaló konglomerátumok így módon üzletági kockázatot próbálják portfoliójukban diverzifikálni. Ennek hatékonysága azért vitatható, mert ha a befektetők egyénileg is válogathatnak a különböző iparágak részvényei között, akkor miért tudnák ezt a vállalatok olcsóbban megtenni.

#### Jogi szabályozás

A fúziós folyamat tárgyalása során feltétlenül meg kell vizsgálni a jogszabályi keretrendszert. A vállalatfelvásárlások és összeolvadások több jogszabály hatálya alá tartoznak. Magyarországon az irányadó a gazdasági társaságokról szóló 1997. évi CXLIV. törvény (Gt.), amely az „átalakulás” címszó alatt tartalmazza a vonatkozó rendelkezéseket. Ezen törvényhely tárgyalja a vállalatok egymásban történő jelentős részesedésszerzését is, amelyet konszernjognak nevezünk. Témánkat érinti még az 1996. évi CXI. (Értékpapírtörvény, Épt.), és az 1996. évi LVII. (A tisztességtelen piaci magatartás tilalmáról szóló törvény, Tpt.) törvény.

A Gt. a „kapcsolódó vállalkozások” című részben, illetve a „befolyásszerzés gazdasági társaságban” című fejezetben tartalmazza a konszernekre vonatkozó rendelkezéseket. A konszern az irányítási kapcsolatban álló vállalatok csoportját jelenti, amely legalább egy irányító és legalább egy irányított vállalatból áll. A konszernjogi szabályok immár nem csak részvénytársaságokra, hanem korlátolt felelősségű társaságokban való részesedésszerzésekre is vonatkoznak.

A részesedésszerzés tárgyalásakor megkülönböztetjük a csak jegyzett tőke arányában megjelenő részesedést és a szavazati jogok bizonyos százalékát jelentő részesedést.<sup>21</sup> A Gt. jelentős befolyásnak tekinti az ellenőrzött társaságban a szavazatok több, mint 25 százalékának megszerzését. Többségi irányításról akkor beszélünk, ha a tulajdonos a szavazatok több, mint 50 százalékával rendelkezik. Közvetlen irányítást biztosító befolyással rendelkezik az uralkodó tag, ha övé a



szavazatok több, mint 75 százaléka. Az utóbbi két esetet uralkodó tagnak nevezzük. Az iménti küszöbértékek elérését a cégbíróságon be kell jelenteni, illetve a Cégbíráskodásról szóló törvényben közzé kell tenni.

### Kisebbségvédelem

A szavazatok tíz százalékát képviselő tagok gyakorolhatják az általános kisebbségi jogokat: tag-, illetve közgyűlés összehívása, az ügyvezetés megvizsgálásának indítványozása, vagy adott kérdés napirendre tűzése. Mindezen jogok uralkodó tag mellett már 5 százaléktól gyakorolhatók.

Az Értékpapírtörvényben 1998-tól szerepelnek a nyilvánosan működő részvénytársaságok felvásárlására (public takeover) vonatkozó előírások, amelyek angol-szász mintát követnek. Ha a nyilvánosan működő részvénytársaság szavazó részvényeinek több mint 33 százalékát átruházás útján kívánják megszerezni, akkor a vevőnek a társaság részvényeire valamint a társaság által kibocsátott átváltoztatható kötvények 33 százalékos részesedést meghaladó részére, továbbá a szavazati jogot biztosító részvényeinek legalább 50 százalékára nyilvános vételi ajánlatot kell tennie.<sup>22</sup> Amennyiben ez nem így lenne, akkor egy jelentős szavazati aránnyal rendelkező tag megjelenésekor a fennmaradó kisebbségi tulajdonosok részvényei valószínűleg nagy értékvesztést szenvednének, részesedésüket csak nagy diszkonttal tudnák értékesíteni, hiszen csökken relatív érdekérvényesítő-képességük a cég felett.

### Monopóliumellenes szabályok

A vállalatértéket befolyásolhatják a tisztességes piaci magatartásra, a verseny tisztaságára vonatkozó szabályok. A hatóságoknak jogukban áll megakadályozni olyan összeolvadást, amely egy adott iparágban túl nagy hatalmat koncentrálna. A célvállalat kiválasztásakor, különösen szakmai befektetők esetében figyelni kell arra, hogy a létrejövő új társaság ne ütközzön törvényi előírásokba. Ezt egyfajta negatív szinergiaként is felfoghatjuk; az olyan célvállalat megszerzése, amelynek felvásárlása, illetve beolvasztása szabályt sért, gyakorlatilag nem terem új értéket, haszna nulla.

Az Egyesült Államok szabályozása 1982 óta tartalmazza horizontális összeolvadások vonatkozásában az ún. Hirschman-Herfindahl indexet (HHI), amely egy adott iparág összes szereplője százalékban kifejezett piaci részesedésének négyzetösszege, és az iparág koncentráltságát hivatott mérni. Amennyiben pl. adott négy

vállalat egy bizonyos piacon, amelyeknek piaci részesedései rendre: 35%, 30%, 20%, 15%, akkor a HHI =  $2750 (35^2 + 30^2 + 20^2 + 15^2)$ .

Amennyiben az összeolvadás következtében a HHI 1000 alatt marad (az USA iparágainak több, mint 60 százalékában ez a helyzet), akkor az amerikai szabályozás elaprózott iparágról beszél, amit nem korlátoznak összeolvadási tilalmakkal. 1000 és 1800 között a vállalatok tilalomra számíthatnak, ha az index az ügylet nyomán 100-nál többet emelkedik, 1800 felett pedig már 50 pontos emelkedésnél is. Nem szabad a piacvezető cégnek sem összeolvadással terjeszkednie, ha részesedése 35 százaléknál magasabb, továbbá ha kétszer nagyobb a második legnagyobbánál. Vertikális és konglomerátum-összeolvadásokat csak akkor engedélyeznek, ha az nem fenyegeti új piaci szereplők belépését.

Hazánkban az 1996. évi LVII. törvény értelmében vállalkozások összefonódásáról akkor van szó, ha a két vagy több előzőleg egymástól független vállalkozás összeolvad, az egyik a másikba beolvad, vagy ha egy vállalkozás része egy másik független vállalkozás részévé válik. A törvény koncentrációként kezeli, ha egy vállalkozás egy másik vállalkozás része vagy egésze felett irányítást szerez, vagy ha több egymástól független vállalat közösen hoz létre olyan vállalkozást, amelyben azonos, vagy egymást kiegészítő tevékenységüket egyesítik. Irányításnak minősül a szavazatok zömének megszerzése vagy a tisztviselők többségének megválasztási, illetve visszahívási.

A vállalkozások összefonódásához a Versenyhivaltól engedélyt kell kérni, ha az érintett vállalkozások előző évben elért együttes nettó árbevétele meghaladja a tízmilliárd forintot – feltéve, hogy az irányítás alá kerülő vállalat nettó árbevétele ötszázmillió forint felett van. A Versenyhivatal a kérelem elbírálásakor mérlegeli az összefonódással járó előnyöket és hátrányokat, az adott piaci környezetet és a piaci szereplőkre gyakorolt hatást. Az engedélyt akkor tagadja meg, ha az összefonódás erősítené az új szervezet gazdasági erőfölényét, illetve akadályozná a hatékony versenyt. E kritériumok sokszor nehezen ragadhatók meg, számszerűsíthetők, ezért például az amerikai szabályozás nagyobb teret enged a szubjektív megítélésnek.

### Védekezési technikák ellenséges felvásárlókkal szemben

A felvásárlások, illetve összeolvadások piacát nemcsak törvények szabályozzák, de a vállalatok maguk is



kialakíthatják saját előírásaikat, különösen az ellenséges szándékú felvásárlásokkal szemben. Az ellenséges felvásárlások megakadályozására irányuló lépéseket két csoportra lehet bontani: az első csoportba azokat sorolhatjuk, amelyek tulajdonképpen megelőző intézkedések, nem kötődnek adott tranzakcióhoz. A másik csoportba a konkrét ajánlat megghiúsítása érdekében tett intézkedések tartoznak. A hatékony védekezés alapja az előzetes felkészülés, hiszen az adott ajánlat beérkezésekor már legtöbbször nincs elég idő megfelelő intézkedésekre.

A védekezési taktikák hatása a részvényárfolyamokra nem egyértelmű e vonatkozásban, a szakirodalomban sincs teljes egyetértés. Általában igaz, hogy a részvényesek által jóváhagyott intézkedések ritkábban vezetnek árfolyamcsökkenéshez. Az ilyen intézkedések azonban azt az üzenetet is közvetíthetik a piacnak, hogy a vállalat vezetői tisztában vannak azzal, hogy felvásárlás célpontjaivá válhatnak. Ez a fenti okok miatt pozitív hatással lehet az árfolyamokra.

#### Ajánlatot megelőző módszerek

- Gyakran találkozhatunk az ún. „méregpirulákkal” (poison pills). A vezetés meggyőzi a tulajdonosokat, hogy „cápariasztó” (shark-repellent) intézkedésként fogadjanak el olyan elővásárlási jogokat a vállalat részvényesei vagy a vezető számára, amelyek pl. egy ellenséges fúzió esetén a felvásárló cég részvényeit gyengíthetik, illetőleg hogy bocsássanak ki olyan átlátható kötvényeket, amelyek az ajánlatot követően kedvezményes részvényhez juttathatják a részvényeseket. Amennyiben egy részvényes tulajdoni aránya bizonyos szintet meghalad, úgy a többi tulajdonos új részvényeket vehet, folyamatosan hígítva ezzel a struktúrát.
- Az alapszabály módosításával is megnehezíthető egy felvásárlás: pl. kiköthetik, hogy: **1.** ha a vezetés nem egyezik bele a tranzakcióba, **2.** az ajánlat csak igen nagy szavazattöbbséggel (80–90%) fogadható el, de meghatározhatnak olyan szabályokat is, amelyek a vállalatvezetés leváltását komolyan megnehezítik. Vannak olyan cégek, ahol az igazgatótanács cseréje lépcsőzetes; az igazgatóknak csak adott hányadát lehet évente leváltani, így a felvásárló nem tudja rögtön irányítása alá vonni a céget. A menedzsment rendelkezhet nagy szavazattöbbséget biztosító részvényekkel, ugyanakkor korlátozhatják egy részvényes szavazati jogait is.
- Az ún. „arany ejtőernyők” (golden parachutes) csak jelentős végkielégítésekkel, egyéb juttatásokkal teszik

lehetővé a vezetés elmozdítását. Jó példa erre a Revlon elnökének 35 millió dolláros készpénzes, illetve részvényopciós végkielégítése 1985-ben.<sup>23</sup> Ugyanakkor a túlzott anyagi juttatások már nemcsak megtámadhatók, de a menedzserek ezért be is perelhetők.<sup>24</sup> A Fortune magazin szerint azonban az arany ejtőernyők a felvásárlási költségek mindössze 1 százalékát teszik ki,<sup>25</sup> ezért sokan kétségbe vonják e módszer hatékonyságát.

- Amerika néhány államában törvényben tiltják az ellenséges felvásárlások bizonyos formáit.

#### Ajánlattétel utáni módszerek

- A „Pacman-stratégia”, vagyis a célvállalat ellenajánlatot tesz a felvásárló vállalat részvényeire. Ez a módszer az ismert számítógép-figuráról kapta nevét, aki mindent felzabál. Erre csak akkor van mód, ha a célvállalat anyagi lehetőségei az ajánlattevőével összemérhetők, pl. megfelelő hitelezők állnak mögötte.
- A célvállalat jogi akadályokat is gördített a felvásárlás útjába pl. a monopóliumellenes rendelkezésekre való hivatkozással. Ennek legkézenfekvőbb útja, ha a célvállalat úgy próbálja átcsoportosítani eszközeit, hogy azok összeférhetetlenek legyenek a felvásárló eszközeivel. Ha végül az eljárás nem is jár sikerrel, az évekig tartó per elriaszthatja az ajánlattevőt.
- Hasonló átszervezéssel a célvállalat értékesítheti azokat az eszközeit, amelyek a felvásárló számára vonzóvá tették. Hátulütője, hogy az érték kapott pénzeszközök további motivációt jelenthetnek felvásárlásra. A forrásoldalt a részvénytulajdonosok felhívásával, új részvények kibocsátásával, kedvező feltételű részvény-visszavásárlással, vagy nagyszámú hitelek felvételével lehet kiigazítani.<sup>26</sup> A nagy vonzerőt jelentő fölös pénzeszközöktől való megszabadulást segíti a LCO (leveraged cash-out) módszer, melynek során a pénzeszközöket osztalék formájában kifizetik a részvényeseknek, helyette pedig abnormálisan nagyarányú idegentőkét vonnak be.
- Az ajánlat megérkezése után a vállalat maga kezdi a piacról begyűjteni részvényeit. A saját részvények visszavásárlására tett ajánlat csak akkor hatásos, ha ezen részvények jelentős része még nincs az ellenséges ajánlatot tévő cégnél.
- Ha a vállalat mindenképp elkel, akkor az ellenséges ajánlat helyett találj kedvezőbbet: keresd meg az ún. fehér lovagot, aki hajlandó megvenni. A legkedvezőbb esetben ez csak *pro forma* kivásárlás, az új tulajdonos része felett továbbra is az igazgatóság rendelkezik.



## „Cápariasztás” Magyarországon

A vállalatok természetesen hazánkban is felkészültek az ellenséges felvásárlások elhárítására. Bár a fent ismertetett módszerek közül jó néhány hazánkban jogi és egyéb akadályokba ütközik, hiszen a vezetők védelméért a részvényesek jogai nem korlátozhatók. A módszerek egy része mégis csak összeegyeztethető a Gt-vel. A legtöbbet alkalmazott módszer, amikor az egy kézben összpontosuló szavazatokat maximalizálják. Nézzük erre az alábbi példákat.<sup>27</sup>

A Richter Gedeon Rt. részvényese köteles bejelenteni a társaságnak, ha megszerezte a cég alaptőkéjének több, mint tíz százalékát, vagy ilyen arányú szavazati joggal rendelkezik, valamint minden további öt százalék megszerzését. Ha egy részvényes a társaság szavazásra jogosító részvényeinek több, mint 25 százalékát megszerezte, a 25 százalék feletti arányban nem gyakorolhatja szavazati jogát, illetve köteles vételi ajánlatot tenni a társaság részvényeinek további 50 százalékára az előző 30 kereskedési nap súlyozott átlagárának 150 százalékán. Ezen korlátozások csak akkor szűnnek meg, ha a részvényes nyilvános ajánlattétel útján megszerezte a szavazatok több, mint 75 százalékát. Az ajánlatot készpénzben, a tőzsdei árfolyam 150 százalékán kell megtenni.

A TVK-nál amennyiben egy részvényes 25 százaléknyi tulajdonrészt megtestesítő részvényt mennyiséget szerez, köteles legalább 60 napig fennálló vételi ajánlatot tenni az összes többi részvényes felé. Az ezen ajánlatban szereplő vételi ár minimuma az ajánlattevő által az elmúlt egy évben bármely TVK-részvényért fizetett legmagasabb ár, vagy a legutolsó 30 nap tőzsdei átlagáraiból képzett átlagár 125 százaléka közül a magasabb. Amennyiben az ajánlattevőnek nem sikerül legalább 75 százaléknyi részvényt megvásárolni nyilvános ajánlattétel útján, úgy az igazgatótanács az ajánlattételt sikertelennek minősíti és a 25 százalékot meghaladó részvény-csomagot nemszavazó részvénynek minősíti.

A MOL Rt. esetében egy részvényes vagy részvényesi csoport sem szerezheti meg a szavazórészvényeinek több, mint 25 százalékát, és a magyar államot kivéve nem gyakorolhatja a szavazati jogok több, mint tíz százalékát. A részvényest bejelentési kötelezettség terheli, amennyiben öt százaléknál nagyobb tulajdoni hányadot ér el. Az állam tulajdonában álló aranyrészvényhez különleges jogok tartoznak: vétőjog a társaságot érintő legfontosabb kérdésekben, meghatározott számú igazgatótanácsi, illetve felügyelő bizottsági tag választása.

A Borsodchem 25 százaléknál nagyobb tulajdonrészt szerző részvényeseinek szintén kötelező a nyilvános ajánlattétel, aminek vételára nem lehet alacsonyabb, mint az elmúlt két évben az ajánlattevő által bármely Borsodchem részvényért fizetett legmagasabb ár 140 százaléka, vagy az ajánlattételt megelőző 30 kereskedési nap záróáraiból képzett ár 140 százaléka közül a magasabb. Az igazgatóság itt is sikertelennek minősíti az ajánlatot, ha az ajánlattevőnek nem sikerül legalább 50 százaléknyi részvényt megvásárolni – ebben az esetben a 25 százalékot meghaladó részvényeket nemszavazónak minősítik.

A Graboplastnál a 20 százaléknál nagyobb részesedést szerző tulajdonosok papírjait eleve nemszavazó részvényekként tartják nyilván, továbbá a menedzsment rendelkezik egy aranyrészvennyel, amely nélkül a háromnegyedes többséget igénylő kérdésekben nem hozható határozat.

## Számviteli szabályok

Európában, s így hazánkban is egyre több vállalat teszi közzé az IAS (International Accounting Standards, Nemzetközi Számviteli Szabványok) szerinti, a nemzeti előírásoknak megfelelő éves beszámolóját. A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett A és B kategóriás vállalatok is választhatják az IAS szerinti beszámoló közzétételét. Mivel egyre több amerikai vállalat jelenik meg Európában, az Egyesült Államokban alkalmazott GAAP (Generally Accepted Accounting Principles, Általánosan Elfogadott Számviteli Elvek) is teret hódít a számvitelben. Mindezen szabályok összehangolását tovább bonyolítják az EU társaságjogi direktívái is, amelyek közül az 1983-ban elfogadott Hetedik direktíva tárgyalja a vállalatcsoportok számvitelét.

Az egyesületeket alapvetően kétféleképpen lehet elszámolni. Az eszközök megvásárlásáról már esett szó, nos a társaság feletti tulajdonjogokat, vagyis a részvényeket is tekinthetjük ily módon (purchase of assets). A másik út a részvénycsere (pooling of interests), ahol az egyesülő cég tulajdonosai önkényesen meghatározott arányban részesednek a vevő társaság papírjaiból. Tökéletes, illetve hatékony piacon a két módszer között nincs különbség, hiszen az eltérő számviteli eljárások közötti választás nem teremt a vállalatban új értéket. A gyakorlatban azonban pl. adózási megfontolások miatt kedvezőbb lehet az egyik módszer, mint a másik, kiváltképpen olyan országokban, ahol az adóhivatalnak benyújtott és a piac számára készített éves beszámoló tar-



talma eltérő lehet. Ilyen az angolszász rendszer is. A két módszert jól szemlélteti a következő konszolidációs példa:<sup>28</sup>

**Az „A” vállalat mérlege fúzió előtt**

Befektetett eszközök	20.000.000
Forgó eszközök	5.000.000
Összes eszköz	25.000.000
Jegyzett tőke	24.000.000
Rövid lejáratú kötelezettségek	1.000.000
Összes forrás	25.000.000

Az „A” vállalat kibocsát további 8 millió darab részvényt 10 millió dollárért. Így a mérleg most a következőképpen alakul:

Befektetett eszközök	20.000.000
Forgó eszközök	15.000.000
Összes eszköz	35.000.000
Jegyzett tőke	32.000.000
Tőketartalék	2.000.000
Rövid lejáratú kötelezettségek	1.000.000
Összes forrás	35.000.000

Ezután az „A” vállalat a bevont tőkét a „B” vállalat részvényeinek felvásárlására használja. A két cég mérlege a részvényvásárlás után a következő:

	A vállalat	B vállalat	AB vállalat
Tárgyi eszközök	20.000.000	6.500.000	28.000.000
Goodwill			500.000
Részesedés a B-ben	10.000.000		-
Befektetett eszközök	30.000.000	6.500.000	28.500.000
Forgó eszközök	5.000.000	2.000.000	7.000.000
Összes eszköz	35.000.000	8.500.000	35.500.000
Jegyzett tőke	32.000.000	8.000.000	32.000.000
Tőketartalék	2.000.000	-	2.000.000
Rövid lejáratú kötelezettségek	1.000.000	500.000	1.500.000
Összes forrás	35.000.000	8.500.000	35.500.000

A két cég mérlege konszolidáláskor tehát nem adódik össze. Az „A” vállalat 10 millió dollárt fizetett a B-ért, amelynek nettó eszközértéke 8 millió (8.500.000 eszköz – 500.000 kötelezettség). Tegyük fel, hogy a „B” vállalat befektetett eszközeinek piaci értéke 1.500.000 dollárral magasabb, mint könyv szerinti értéke. A vételárból fennmaradó 500 ezer dollár goodwill.

A második esetben ugyanez a két vállalat részvénycserével egyesül. Az előbbihez hasonlóan itt is 8 millió darab új „A” részvényt bocsátanak ki, amit azonban a „B” volt tulajdonosai kapnak:

	A vállalat	B vállalat	AB vállalat
Tárgyi eszközök	20.000.000	6.500.000	26.500.000
Részesedés a B-ben	8.000.000		-
Befektetett eszközök	28.000.000	6.500.000	26.500.000
Forgó eszközök	5.000.000	2.000.000	7.000.000
Összes eszköz	33.000.000	8.500.000	33.500.000
Jegyzett tőke	32.000.000	8.000.000	32.000.000
Rövid lejáratú kötelezettségek	1.000.000	500.000	1.500.000
Összes forrás	33.000.000	8.500.000	33.500.000

Látható, hogy az akvizíció utáni mérlegfőösszeg két millió dollárral alacsonyabb, mint az első esetben. Természetesen itt a „Részesedés B-ben” csak technikai jellegű tétel. A részvénycseré-módszer lehetővé teszi a felvásárlások elkönyvelését irreálisan alacsony árakon. Ez persze torzítja a mérleget és az eredménykimutatást is, hiszen a jövőben alacsonyabb értéken nyilvántartott tárgyi eszközök és goodwill után lehet csak amortizációt elszámolni.

Az alacsonyabb könyv szerinti értékű eszközökkel számított megtérülési mutatók is javulnak. Egyes szerzők szerint a részvénycserés fúziók egy részének alapindítéka éppen a jobb mutatók elérése. Természetesen ilyen esetben nehéz megítélni a valós vételárat. Ez lehet az oka annak, hogy egyes ügyletek más-más vételárral szerepelnek a szaksajtóban.

\*

Napjainkra a vállalatok feletti irányítás megszerzésének saját piaca alakult ki. Sikeres vállalatfelvásárláshoz nélkülözhetetlen jól kidolgozott felvásárlási program. Ennek készítése során azonosítani kell a felmerülő szinergiákat, a vevő és az eladó motivációit ahhoz, hogy a vállalat értékéről pontos képet tudjunk alkotni. Tudnunk kell, milyen számviteli eljárások közül választhatunk, tranzakciónk nem ütközik-e monopóliumellenes törvényekbe. A folyamat sikeres lebonyolításához nemcsak a tranzakcióban résztvevő eladó és vevő, de az összes érintett érdekét fel kell térképezni, és lehetőség szerint a végső megállapodásban meg kell jeleníteni.

**Lábjegyzet**

- 1 Chikán Attila: Vállalatgazdaságtan, KJK-Aula, Budapest, 1992. 35. old.
- 2 Weston-Chung-Hoag: Mergers, Restructuring and Corporate Control, Prentice Hall, New Jersey, 1990. 318. oldal
- 3 Brealey-Myers: Modern vállalati pénzügyek, Panem McGraw-Hill, Budapest, 1995. II. kötet, 177. oldal



- 4 *Dennis E. Logue*: Handbook of Modern Finance, Warren, Gorham, Lamont, Boston, 1990. 31–33. oldal
- 5 *Dennis E. Logue*: Handbook of Modern Finance, Warren, Gorham, Lamont, Boston, 1990. 31–33. oldal
- 6 *Burton G. Malkiel*: Bolyongás a Wall Streeten, Nemzetközi Bankárképző Központ, Budapest, 1998. 49. oldal
- 7 *Dennis E. Logue*: Handbook of Modern Finance, Warren, Gorham, Lamont, Boston, 1990. 31–35. oldal
- 8 *Alfred Rappaport*: Creating Shareholder Value, The Free Press, New York, 1998. 134. oldal
- 9 *Csubák Tibor Krisztián*: Az M&A piac szereplőinek magatartása és vállalatértékelési gyakorlata, BKE, 1999. 27. oldal
- 10 *Richard Peterson*: The World Is Not Enough To Merge, Thomson Financial Securities Data, [www.tfsd.com](http://www.tfsd.com), 2000. január 5.
- 11 Egyesül az AOL és a Time Warner, Napi gazdaság, 2000. január 11.
- 12 Vállalatfelvásárlások és egyesülések Közép-Európában 1997–1998. Price Waterhouse Coopers
- 13 *Copeland-Koller-Murrin*: Vállalatértékelés. Panem-John Wiley & Sons, Budapest, 1999. 455. oldal
- 14 *G. Bennett Stewart*: The Quest For Value, HarperCollins Publishers, New York, 1991. 367. oldal
- 15 *G. Bennett Stewart*: Thew Quest For Value, HarperCollins Publishers, New York, 1991. 374. oldal
- 16 *Copeland-Koller-Murrin*: Vállalatértékelés, Panem-John Wiley & Sons, Budapest, 1999. 452. oldal
- 17 *Alfred Rappaport*: Creating Shareholder Value, The Free Press, New York, 1998. 147. oldal
- 18 *George Foster*: Financial Statement Analysis, Prentice Hall, New Jersey, 1986. 465. oldal
- 19 *Dennis E. Logue*: Handbook of Modern Finance, Warren, Gorham, Lamont, Boston, 1990. 31–39. oldal
- 20 *Jarrad Harford*: Corporate Cash Reserves and Acquisitions, The Journal of Finance, 1999. december, 1969
- 21 *Zsoldos János*: Vállalatfelvásárlások és fúziók. Cégvezetés, 1998. április
- 22 Tőzsdei szakvizsga felkészítő, Közép-Európai Brókerképző Alapítvány, Budapest, 1998. 140. oldal
- 23 *Weston-Chung-Hoag*: Mergers, Restructuring, and Corporate Control. Prentice Hall, New Jersey, 1990. 488. oldal
- 24 *Brealey-Myers*: Modern vállalati pénzügyek, Panem-McGraw-Hill, Budapest, 1995. II. kötet, 363. oldal
- 25 Those Executive Bailout Deals, Fortune, 1982. december 13, 86. oldal
- 26 *Garvey-Hanka*: Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Lexerage, The Journal of Finance, 1999. április, 519. oldal
- 27 *Zsoldos János*: Vállalatfelvásárlások és fúziók, Cégvezetés, 1998. április
- 28 *Revsine.Colling-Johnson*: Financial Reporting & Analysis, Prentice Hall, New Jersey, 1999. 812. oldal
- 29 *Revsine-Collins-Johnson*: Financial Reporting & Analysis, Prentice Hall, New Jersey, 1999, 818. oldal

#### Források

1. *Dennis E. Logue*: Handbook of Modern Finance. Warren, Gorham, Lamont, Boston, 1990
2. *Burton G. Malkiel*: Bolyongás a Wall Streeten. Nemzetközi Bankárképző Központ, Budapest, 1998
3. *Alfred Rappaport*: Creating Shareholder Value. The Free Press, New York, 1998
4. *Csubák Tibor Krisztián*: Az M&A piac szereplőinek magatartása és vállalatértékelési gyakorlata. BKE, 1999
5. *Richard Peterson*: The World Is Not Enough To Merge. Thomson Financial Securities Data, [www.tfsd.com](http://www.tfsd.com), 2000. január 5.
6. Egyesül az AOL és a Time Warner, Napi gazdaság, 2000. január 11.
7. Vállalatfelvásárlások és -egyesülések Közép-Európában 1997–1998, PriceWaterhouseCoopers
8. *Chikán Attila*: Vállalatgazdaságtan. KJK-Aula, Budapest, 1992
9. *Weston-Chung-Hoag*: Mergers, Restructuring, and Corporate Control. Prentice Hall, New Jersey, 1990
10. *Brealey-Myers*: Modern vállalati pénzügyek. Panem-McGraw-Hill, Budapest, 1995
11. *G. Bennett Stewart*: The Quest For Value. HarperCollins Publishers, New York, 1991
12. *Copeland-Koller-Murrin*: Vállalatértékelés. Panem-John Wiley & Sons, Budapest, 1999
13. *George Foster*: Financial Statement Analysis. Prentice Hall, New Jersey, 1986
14. *Jarrad Harford*: Corporate Cash Reserves and Acquisitions. The Journal of Finance, 1999. december
15. *Zsoldos János*: Vállalatfelvásárlások és fúziók. Cégvezetés, 1998. április
16. Tőzsdei szakvizsga felkészítő. Közép-Európai Brókerképző Alapítvány, Budapest, 1998
17. Those Executive Bailout Deals, Fortune, 1982. december 13.
18. *Garvey-Hanka*: Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage. The Journal of Finance, 1999. április
19. *Revsine-Collins-Johnson*: Financial Reporting & Analysis. Prentice Hall, New Jersey, 1999